



Nieuwsbrief

Impact oorlog Oekraïne op beleid Pensioenfondsen?

Moeten pensioenfondsen het beleid bijstellen?

De oorlog in Oekraïne raakt ook de Nederlandse pensioensector. Daarbij hebben veel pensioenfondsen de korte termijn impact op dekkingsgraad, risico's en uitbesteding in kaart gebracht. In sommige gevallen is een crisisteam opgetuigd. De oorlog in Oekraïne roept ook de vraag op of een pensioenfonds het beleid (meer voor de langere termijn) zou moeten heroverwegen. Wij zien drie belangrijke beleidsonderdelen waarop de oorlog gevolgen zou kunnen hebben:

- Strategisch beleggingsbeleid
- Indexatiebeleid en transitie-FTK
- MVB beleid

In bijgaande nieuwsbrief geven wij weer **waarom** de oorlog impact zou kunnen hebben op deze beleidsonderdelen, **welke** impact dat zou kunnen zijn en **hoe** een pensioenfonds daarin een keuze kan maken.

Wij hopen hiermee een (kleine) bijdrage te leveren aan de discussie binnen uw fonds. Schroom niet om eens contact op te nemen om hierover (uiteraard free of charge) verder van gedachten te wisselen. Het zijn best lastige dossiers en het kan helpen om te horen hoe andere fondsen met deze strategische vraagstukken omgaan.

Aan het einde van deze notitie geven wij ook onze **visie** op de financiële markten. Daarbij proberen we vooral vooruit te kijken. Wij worden overspoeld met allerlei informatie over wat er gebeurd is op de financiële markten, maar de uitdaging is juist om vooruit te kijken en ons daarop zo goed mogelijk te positioneren.

Wij zien het als onze rol om onze klanten te helpen in het maken van beleid. Het bestuur is verantwoordelijk en maakt de keuzes, wij zorgen voor volledigheid van argumentatie en countervailing power. Wij hopen dat deze notitie daaraan bijdraagt.

Wij stellen overigens niet dat het beleid per definitie moet worden aangepast. Wij denken alleen wel dat het verstandig is om daar nu over te spreken. Om te voorkomen dat we later zeggen: het was onverstandig dat we daar toen niet bij hebben stilgestaan.

1. Waarom heeft de oorlog mogelijk beleidsconsequenties?

a. Het beleggingsbeleid

De situatie op de financiële markten is door de oorlog in Oekraïne significant veranderd. De huidige inflatie is eind maart gepiekt naar bijna 12% (zie figuur 3)¹ en ook de lange termijn inflatie en rente zijn in een jaar tijd met 1% gestegen (zie figuur 2). Het is de vraag of bij het vaststellen van het beleggingsbeleid voldoende rekening is gehouden met dit scenario². Is bij het vaststellen van het beleggingsbeleid een scenario met hoge inflatie meegewogen? Valt de huidige marktsituatie nog binnen de 'ALM-wolk'?

Niet alleen de situatie op de financiële markten is anders, ook de financiële positie van pensioenfondsen is soms fors gewijzigd. Wij constateren dat met name voor fondsen met een lage rente-afdekking de financiële positie per eind maart fors beter is dan een jaar geleden. Waar een fonds begin 2020 nog een dekkingsgraad noteerde van ca. 100% kan dat nu zijn opgelopen tot ca. 120%. Het is de vraag of deze aanzienlijk hogere dekkingsgraad aanleiding geeft tot een heroverweging van het beleggingsbeleid.

b. Het indexatiebeleid en het Transitie-FTK

De hoge inflatie heeft direct impact op de koopkracht op korte termijn en tevens op de ontwikkeling van de financiële positie van het fonds. Het verschil tussen het huidige FTK en het Transitie-FTK wordt door de hoge inflatie aanzienlijk vergroot. Dat laat zich het best schetsen met een voorbeeld. Een fonds met een dekkingsgraad van 112% kan in het huidige FTK de pensioenen met ongeveer 0,7% indexeren en onder het Transitie-FTK met 7% (112%-105%). Dat is niet alleen een enorm verschil voor de koopkrachtontwikkeling van gepensioneerden maar ook voor de ontwikkeling van de financiële positie van het fonds. Daarbij rijst al snel de vraag wat evenwichtig is en die vraag wordt veel prangender door de hoge inflatie. Voor fondsen met een hoge dekkingsgraad kan er ook in het huidige FTK al sprake zijn van een forse indexatie dit jaar. Uiteraard is dit mooi voor de gepensioneerden, maar leidt dit wel tot een flinke daling van de dekkingsgraad. Zeker als de inflatie volgend jaar hoog blijft. Al met al is er mogelijk aanleiding om het indexatiebeleid en de evenwichtigheid daarvan te bespreken.

c. Het MVB beleid

Bij elk pensioenfonds is het MVB beleid nog in ontwikkeling. Voor zover wij dat kunnen inschatten heeft zo'n 90% van de fondsen nog geen uitgewerkt landenbeleid. Daarmee mist een beleidskader om een land al dan niet uit te sluiten en tevens een kader om vast te stellen hoe ver die uitsluitingen gaan (enkel staatsobligaties en staatsgerelateerde bedrijven of alle bedrijven uit een bepaald land)? Het ontwikkelen van een landenbeleid staat nu hoog op de agenda en draagt bij aan de verdere ontwikkeling van het MVB beleid.

¹ Saillant detail: in de laatste scenarioset van DNB worden 10.000 scenario's 60 jaar vooruit geprognosticeerd. Dat geeft dus 600.000 geprognosticeerde inflatiecijfers. Het absolute maximum van al die 600.000 mogelijke inflaties bedraagt 5,5% en is dus *lager* dan de inflatie die we nu zien. Dat tekent ons inziens wel dat we met een uitzonderlijke situatie op de financiële markten te maken hebben (die in elk geval DNB niet had voorzien). Het bevestigt ook onze overtuiging dat we in onze ALM-studie veel aandacht moeten blijven geven aan deterministische (wat-als) analyses en niet moeten blindstaren op stochastische wolken.

² In het laatste hoofdstuk geven wij weer welke stress scenario's wij hebben ontwikkeld naar aanleiding van de oorlog in Oekraïne.

2. Welke impact zou dat kunnen zijn?

In dit hoofdstuk gaan wij in op de *mogelijke* consequenties voor de drie beleidsonderdelen. Dit dient als opmaat voor de discussie. In onze optiek is er niet één beste keuze maar gaat het erom dat de wereld veranderd is en de keuzes opnieuw tegen het licht kunnen worden gehouden. Wij zien het als onze rol om daarbij de argumenten zo volledig mogelijk te krijgen, zodat het bestuur een afweging kan maken. Wij laten de afwegingen van een drietal fondsen zien en geven de argumenten die zij daarbij hebben gehanteerd. Daaruit blijkt al dat er niet één optimum is; de fondsen maken verschillende beleidskeuzes. Wij schetsen hier drie fondsen die een wijziging doorvoeren, maar continueren van het huidig beleid is natuurlijk ook een mogelijkheid.

De gestegen dekkingsgraden kunnen ertoe leiden dat fondsen uit herstel raken waardoor ze vrij zijn om het risicoprofiel te vergroten. Het vorige week gepresenteerde Transitie-FTK geeft ruimte om (onder voorwaarden) een hoger risicoprofiel toe te staan ook als een fonds nog in herstel is (DG is lager dan de vereiste DG). Wij stellen overigens niet dat dit het moment is om veel risico aan de portefeuille toe te kennen, maar het is goed om te weten dat die mogelijkheden er wel lijken te zijn.

a. Het beleggingsbeleid

Fonds	Beleidskeuze	Argumentatie
1.	Verhogen rente-afdekking	De dekkingsgraad van het fonds is opgelopen tot 112%. Het fonds heeft een indicatieve richtdekkingsgraad vastgesteld van 100% en wil voorkomen dat het met een hoge korting moet invaren in het nieuwe stelsel. Een rentedaling van 1% leidt er bij dit fonds (met een afdekking van 50%) toe dat de dekkingsgraad met 10% zou dalen. Het fonds acht het renteklimaat zeer onzeker. De rente staat momenteel op het hoogste niveau van de afgelopen 7 jaar en het fonds wil die rente graag zekerstellen.
2.	Verlagen rente-afdekking	Het fonds ziet een duidelijke samenhang tussen de (lange) rente en de (lange) inflatieontwikkeling. De gestegen inflatieverwachting is hand in hand gegaan met een gestegen rente. Een open rentepositie beschermt het fonds dus tegen een verder oplopende inflatie. Daarnaast past die open rentepositie beter bij het nieuwe stelsel omdat de life cycle die het fonds voorstaat in het nieuwe stelsel zou leiden tot een lagere afdekking dan de huidige (50%) afdekking.
3.	Afbouw zakelijke waarden	Het fonds ziet het zakelijke waarden risico als grootste risico in het huidig tijdgewricht. Zij maakt zich zorgen over een mogelijke betrokkenheid van China in het conflict waardoor “west” en “oost” lijnrecht tegenover elkaar komen te staan. In dat scenario ³ verwacht het fonds vooral een grote klap op de zakelijke waarden portefeuille, met name in opkomende landen. Daarnaast heeft dit fonds door de opgelopen dekkingsgraad (20% hoger dan bij de laatste ALM), ook minder risico nodig om haar ambities te verwezenlijken, dus daarbij past een lagere allocatie naar zakelijke waarden.

³ In hoofdstuk 4 geven we meer inzicht in het door ons ontwikkelde *Oost-West* scenario.

b. Het indexatiebeleid en het transitie FTK

In de vorige week gepresenteerde WTP (wet toekomst pensioen) is het aangekondigde Transitie-FTK herbevestigd waardoor een fonds de mogelijkheid krijgt om (onder voorwaarden) aanzienlijk meer te indexeren dan in het huidige FTK.

Fonds	Beleidskeuze	Argumentatie
1.	Geen gebruik maken van het Transitie-FTK	Het fonds heeft een dekkingsgraad van 112%. Bij deelname aan het Transitie-FTK kan het fonds de pensioenen met 7% verhogen, waardoor de koopkracht op peil blijft. Daarmee zakt de dekkingsgraad terug naar 105%. Dat acht het fonds onwenselijk omdat het nog niet weet welke consequenties dat heeft in het nieuwe stelsel. Zij ziet het gevaar dat ze nu gaat uitdelen en dan twee jaar later moet korten om op een goede manier in te varen. Daarom kiest zij ervoor om het huidig FTK te volgen, slechts gedeeltelijk te indexeren en de gemiste indexatie waar mogelijk te compenseren bij de overgang naar het nieuwe stelsel
2.	Wel gebruik maken van het Transitie-FTK	De indexatie-achterstand bij dit fonds is aanzienlijk. Deze indexatieachterstand is mede veroorzaakt door een (actuariel) onvolledige premie, waardoor de dekkingsgraad zich onvoldoende heeft kunnen herstellen de laatste jaren. Het fonds vindt het evenwichtig om de indexatie zo volledig mogelijk toe te kennen, omdat gepensioneerden ook solidair zijn geweest met de negatieve premiebijdrage. Het fonds heeft becijferd dat het premietekort van de laatste vijf jaar dezelfde waarde heeft als een volledige indexatie bij de huidige inflatieniveaus en dat ziet zij als een evenwichtige situatie.
3.	Maximum stellen aan indexatie	Het fonds realiseert zich dat bij het ontwikkelen van het indexatiebeleid onvoldoende rekening is gehouden met het huidige inflatieniveau van ca. 7% ⁴ . Het fonds acht een daling van de dekkingsgraad met 7% niet uitlegbaar, maar acht het ook niet uitlegbaar dat gepensioneerden slechts 0,7% indexatie zouden krijgen en dus een koopkrachtverlies lijden van 6,3% (bovenop de indexatieachterstand van de laatste jaren). Daarom kiest het fonds ervoor om wel deel te nemen aan het Transitie-FTK, maar de indexatie te maximeren op 4% ⁵ . Dit past tevens bij de voorgenomen richting van dit fonds in het nieuwe stelsel. Daar kiest het fonds ook voor een maximale verhoging van de ingegane uitkering van 4% waarbij het meerdere aan de solidariteitsreserve wordt toegevoegd.

⁴ Eind maart zelfs gepiekt naar 12%.

⁵ Een alternatief is om de dekkingsgraad na indexatie op bv 110% te houden om voldoende vet op de botten te hebben bij het invaren. De consequenties van dit soort beleidskeuzes kunnen we eenvoudig doorrekenen.

c. Het MVB beleid

Fonds	Beleidskeuze	Argumentatie
1.	Geen Landenbeleid	Het fonds heeft besloten om de sanctiewet te volgen en acht dit passend bij het (basis) ambitieniveau van het fonds en ook beter uitlegbaar dan een specifiek landenbeleid. Het vreest dat ze bij een specifiek landenbeleid voortdurend in het defensief moet om uit te leggen waarom land A wel en land B niet wordt uitgesloten. Daarnaast heeft het fonds in haar MVB beleid vastgelegd dat het engagement (hoe lastig ook op landenniveau) prefereert boven uitsluiten. Tot slot constateert het fonds dat het snel kan schakelen indien dat nodig is. Een week na de inval in Oekraïne had het fonds zicht op de posities en heeft het kunnen besluiten welk deel het wil uitsluiten.
2.	Landenbeleid	Het fonds heeft een hoog ambitieniveau op MVB (“Voorloper”) en heeft daarom een raamwerk ontwikkeld waarbij op objectieve gronden landen kunnen worden uitgesloten. Het fonds heeft ervoor gekozen enkel staatsobligaties uit te sluiten alsmede staatsgerelateerde aandelen waarbij de overheid een belang heeft van meer dan 10%. Overige aandelen zijn niet uitgesloten (behoudens de sanctielijst), omdat het fonds wel het regime wil uitsluiten maar niet de mensen die leven in dat regime. Het fonds hanteert een aantal onafhankelijke bronnen in haar raamwerk om te bepalen of een land moet worden uitgesloten: The World Governance en Freedom House (om de Governance, waaronder democratie en persvrijheid, te beoordelen), de Fragile States Index (FSI) en ITUC (om de Sociale aspecten, waaronder arbeidsomstandigheden en -rechten, te beoordelen) en Yale University (om de Environment aspecten in een land te beoordelen).
3.	Volledige Afbouw Emerging Markets	Het fonds constateert al langer dat het lastig is om binnen Emerging Markets aan het MVB beleid en normen van het fonds te voldoen. Dat zit niet alleen in de regimes (governance), maar ook in arbeidsomstandigheden en milieudoelstellingen. Het fonds gelooft niet dat engagement richting deze landen daar een positieve bijdrage aan kan leveren. Een landenbeleid zou ertoe leiden dat de BRIC ⁶ landen (waar iedereen een paar jaar geleden nog zo enthousiast over was) volledig worden uitgesloten. Het BBP van deze BRIC landen bedraagt 60% van het BBP van het emerging markets universum, en China alleen al 50% ⁷ . Na uitsluiting blijft er een te beperkt universum over om in te investeren. Daarnaast constateert dit fonds dat de resultaten van Emerging Markets al ruim 10 jaar achterblijven bij de verwachtingen en ook al ruim 10 jaar achterblijven bij de ontwikkelde markten (zie figuur 5). Dit geldt overigens voor zowel obligaties als aandelen. Daarom acht het fonds de tijd rijp voor een fundamentele herziening van haar beleid en een afbouw van opkomende landen in de portefeuille (zowel EMD als EM Equities).

⁶ Brazilië, Rusland, India en China.

⁷ Bron: Statista, BBP 2020.

3. Hoe kan een pensioenfonds hierin een keuze maken?

Bij strategische vraagstukken kan het zogenaamde BOB model⁸ behulpzaam zijn. Dat voorkomt dat een fonds zich te snel verliest in allerlei doorrekeningen en lijstjes zonder dat een goede fundamentele discussie is gevoerd. Dat voorkomt ook dat te snel voor de “standaard” oplossing van de fiduciair wordt gekozen.

Wij zouden het logisch vinden om eerst meer fundamenteel te besluiten of en waarom het fonds aanleiding ziet om het beleid te evalueren (bewustwording). Denk daarbij illustratief aan de volgende vragen:

a. **Beleggingsbeleid:**

- Past deze situatie nog bij de ALM aannames? Bevinden we ons nog in de ALM wolk?
- Moeten we een nieuw scenario ontwikkelen (bijvoorbeeld het *Oost-West* scenario) of volstaat het eerder gehanteerde stagflatie-scenario?
- Moet de richting van het beleggingsbeleid aansluiten bij het optimale beleid in het nieuwe stelsel?
- Zijn wij bereid om het beleggingsbeleid meer dynamisch in te richten en afhankelijk te maken van marktomstandigheden? Hoe past dat bij de beleggingsovertuigingen?
- Zien wij vooral risico's of zien wij ook kansen en waar liggen die kansen dan? Zou het fonds verder moeten diversificeren of juist niet? Zijn absolute return categorieën (ABS-en en Hedge Funds) wellicht toch het overwegen waard?
- Hebben wij een fundamenteel andere visie op (samenhang tussen) rente en inflatie?
- Kijken wij nu anders aan tegen het basisscenario?
- Moet er een nieuwe ALM worden uitgevoerd of volstaat een update van de oude ALM of is het helemaal niet nodig om een update te maken?

b. **Transitie-FTK:**

- Op welke wijze gaan wij de evenwichtigheid beoordelen?
- Hoe belangrijk is een goede financiële positie op de invaardatum?
- Wijkt het “optimale” beleggingsbeleid onder het FTK af van het “optimale” beleid onder het Transitie-FTK? En als dat zo is, wat is dan de volgorde van besluitvorming?

c. **MVB beleid:**

- Welk ambitieniveau heeft het fonds?
- Hoe past een specifiek uitsluitingenbeleid bij dat ambitieniveau en de uitgangspunten van het fonds?
- Hoe kijkt het fonds aan tegen engagement richting landen?
- Wat ziet het fonds als het grootste reputatierisico?
- Welke samenhang ziet het fonds tussen het uitsluitingsbeleid van landen en dat van bedrijven?

⁸ Eerst Bewustwording, dan Oordeelsvorming en daarna pas Besluitvorming.

Wij hebben er goede ervaringen mee om dat aan de hand van een aantal principiële vragen te doen. Mogelijk speelt de vraag *voldoen we nog aan onze investment beliefs* hier ook een rol. Indien het bestuur het beleid wil heroverwegen, dan achten wij het vervolgens logisch om de argumentatie volledig te krijgen en waar nodig doorrekeningen te maken, bijvoorbeeld een update van een ALM studie (oordeelsvorming). Mogelijk is het in deze fase passend om ook de beleggingskaders of investment cases aan te passen. Pas nadat is vastgesteld dat alle informatie die nodig is op tafel ligt, kan een fonds de laatste stap zetten om tot beleidskeuzes te komen (besluitvorming).

Schematisch zien wij voor elk van drie beleidsonderdelen de besluitvorming als volgt:



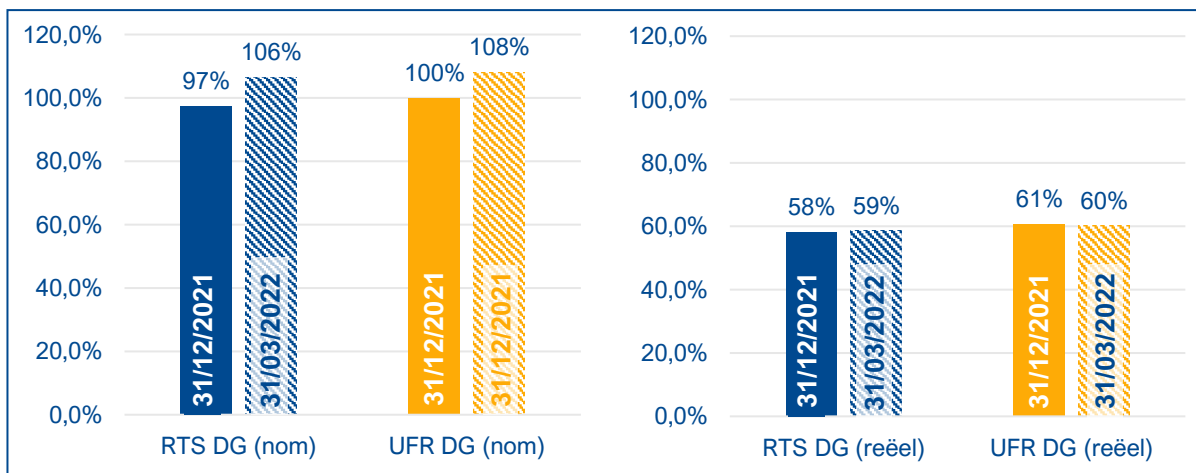
4. Onze visie op de financiële markten

In dit hoofdstuk geven we een aantal visies op de financiële markten. Wij hebben daarbij achter elke stelling een vraagteken gezet omdat, zeker in het huidig tijdgewricht, de toekomst ongewis is. Ook dit hoofdstuk dient als opmaat/aftrap voor een gefundeerde discussie over de toekomstige scenario's.

Indrukwekkende dekkingsgraadontwikkeling year-to-date, maar niet in reële termen?

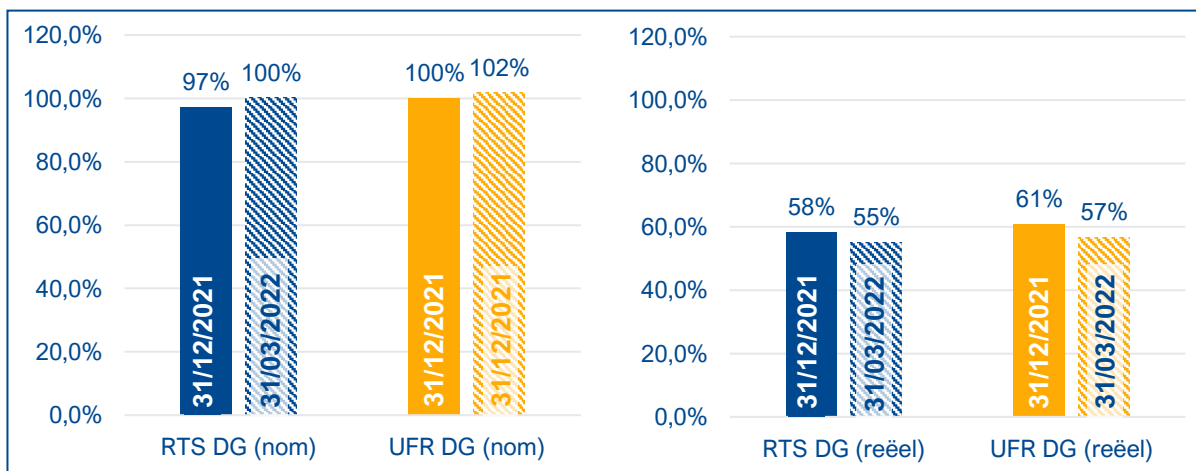
De rente is year-to-date hard gestegen en hetzelfde geldt voor de inflatie. Wij hebben geprobeerd een inschatting te maken op de dekkingsgraad van een gemiddeld pensioenfonds. Ter illustratie zijn wij uitgegaan van twee varianten: een renteafdekking van 25% en 75%. De impact van de rentestijging wordt weerspiegeld in de *nominale* dekkingsgraadontwikkeling. De impact van de rente- en inflatiestijging tezamen wordt inzichtelijk middels de *reële* dekkingsgraad. Deze geeft weer in hoeverre het pensioenfonds voldoende vermogen heeft om aan de pensioenverplichtingen te voldoen én om de pensioenen volledig te indexeren.

Figuur 1 (i): Verloop RTS en UFR dekkingsgraad (nominaal en reëel) year-to-date voor een gemiddeld pensioenfonds en een renteafdekking van 25%.



Bron: S&V.

Figuur 1 (ii): Verloop RTS en UFR dekkingsgraad (nominaal en reëel) year-to-date voor een gemiddeld pensioenfonds en een renteafdekking van 75%.



Bron: S&V.

De dekkingsgraadstijging voor een fonds met hogere renteafdekking is in een stijgende renteomgeving logischerwijs beperkter. Per saldo is de reële dekkingsgraad daarom gedaald, omdat de negatieve impact van de inflatiestijging minder gecompenseerd is. Voor een fonds met een lage rente-afdekking is de reële dekkingsgraad op peil gebleven.

De effecten op de (reële) dekkingsgraden zijn relatief beperkt en daaruit komt onvoldoende naar voren dat de effecten op de korte termijn (de impact van de huidige inflatie op wel/niet indexeren) heel groot kunnen zijn.

Renterisico past bij de huidige reële rente?

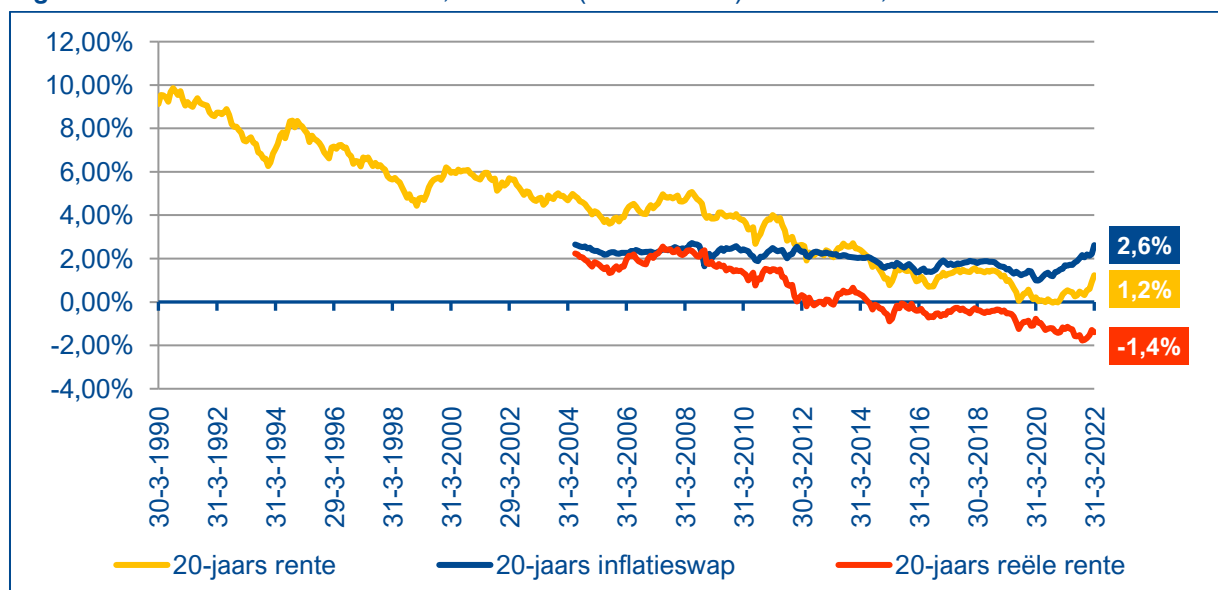
Minder dan 10 jaar geleden werd door deskundigen besloten dat de Ultimate Forward Rate moest worden vastgesteld op een combinatie van 2% inflatie en 2,2% reële rente. Dat lange termijn ankerpunt werd in wetgeving voor zowel pensioenfondsen als verzekeraars verankerd en diende ook regelmatig als basis voor de lange termijn verwachtingen in bijvoorbeeld ALM studies.

Inmiddels kunnen we constateren dat in die 10 jaar tijd de (20-jaars) inflatie wel redelijk in de buurt is gebleven van die 2%. De reële rente is echter steeds verder gedaald. Wij vragen ons af of een reële rente van -2% op lange termijn houdbaar is, hoewel daar verschillend over wordt gedacht⁹.

Indien enige normalisatie van de reële rente plaatsvindt dan kan dat komen door ofwel een daling van de inflatie ofwel door een stijging van de nominale rente. Een daling van de inflatie is “gunstig” voor pensioenfondsen die het inflatierisico *niet* hebben afgedekt en een stijging van de nominale rente is gunstig voor pensioenfondsen die het renterisico *niet* (volledig) hebben afgedekt.

Een beperkt derivatengebruik past daarbij dus (mogelijk) goed bij het huidig tijdgewricht met zeer negatieve reële rentes.

Figuur 2: Historische nominale rente, inflatie en (resulterende) reële rente, 1990-2022.



Bron: Bloomberg, S&V.

⁹ Zie bijvoorbeeld Paul Schmelzing: Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline, 1311- 2018’.

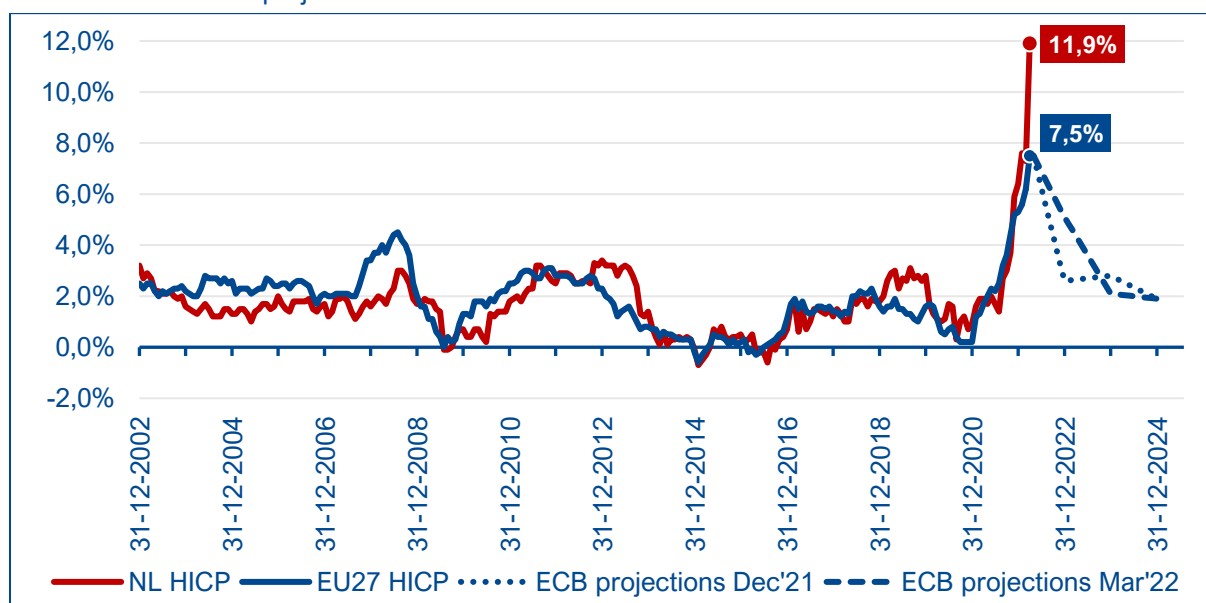
Te laat voor een allocatie naar grondstoffen en inflatieswaps ?

De huidige (jaar-op-jaar) inflatie in Nederland bedraagt per eind maart op basis van ramingen van het CBS 11,9%. Wederom een behoorlijke stijging ten opzichte van de al hoge inflatie per eind februari van 7,3%, zoals weergegeven in figuur 3. Deze inflatiecijfers doen ons denken aan de inflatiecijfers rond de (piek van de) Oliecrisis in 1975.

De stijging van de inflatie is in eerste instantie op gang gekomen door de wereldwijde supply chain problematiek in de nasleep van de Coronapandemie. De Russische invasie van Oekraïne heeft echter olie op het vuur gegooid en betekent een verdere verstoring van de energie- en grondstoffenrijzen. De energiecomponent in de Nederlandse inflatie kent per eind februari een jaar-op-jaar stijging van maar liefst 52%. De Europese inflatie blijft tot op heden achter bij de Nederlandse inflatie, maar is met 7,5% per eind maart ook ongekend hoog.

In de ECB projecties van maart 2022 wordt uitgegaan van een inflatie op jaarbasis van 5,1% in 2022, 2,1% in 2023 en 1,9% in 2024. Deze projecties liggen hoger dan de projecties per eind 2021, maar laten wel zien dat het nog steeds de verwachting is dat de inflatie afzwakt. In alle scenario's van de ECB blijft rekening gehouden worden met een geleidelijk dalende inflatie naar ca. 2% in 2024.

Figuur 3: Year-on-year inflatie (HICP) in de Europese Unie en Nederland, gerealiseerd van 31/12/2002 t/m 31/03/2022. ECB projecties over 2022 t/m 2024.



Bron: Eurostat, CBS, S&V.

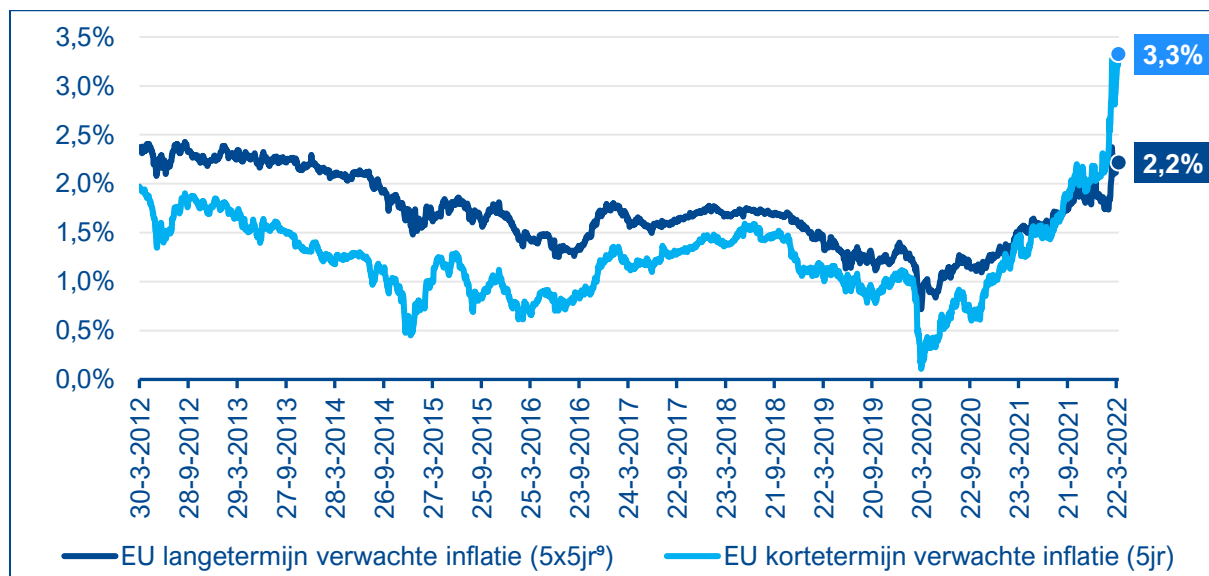
De normalisatie van de inflatie die volgt uit de projecties van de ECB sluit aan bij verwachtingen in de markt. Figuur 4 toont de Europese 5-jaars 5-jaar inflatie forward¹⁰. Dit is een veelgebruikte maatstaf door centrale banken voor de verwachte (Europese) inflatie op langere termijn. Momenteel bevindt deze zich op 2,2% – een vergelijkbaar niveau als 10 jaar geleden. Ten opzichte van een jaar geleden bedraagt de toename circa +0,7%-punt. De korte termijn inflatieverwachting¹¹ is de afgelopen twee jaar nog fors gestegen.

¹⁰ Dit is een maatstaf voor de verwachte (gemiddelde) inflatie over de periode van vijf jaar die over vijf jaar begint.

¹¹ Gemeten als de vijf-jaars zero-coupon inflatie swap; oftewel het vijf-jaars punt op de ITS.

Kenmerkend is dat de afgelopen tien jaar de korte termijn inflatie steeds achterliep bij de langere termijn verwachting en doelstelling van de ECB, maar dat sinds Q3 2021 dit fenomeen volledig omgedraaid is.

Figuur 4: Korte- en langetermijn inflatieverwachting voor de Eurozone, van 30/03/2002 t/m 31/03/2022.



Bron: Bloomberg, S&V.

Terugkijkend zou het verstandig zijn geweest om begin vorig jaar in inflatie-obligaties, inflatieswaps en grondstoffen te zijn belegd. Elk van deze instrumenten profiteert namelijk van een onverwachte inflatiestijging: een inflatiestijging die niet was ingeprijsd.

Het is de vraag of het nu niet “te laat” is voor een allocatie naar deze instrumenten. Er kan immers niet meer geprofiteerd worden van de inflatiestijging die reeds heeft plaatsgevonden.

Vooruitkijkend is het naar onze mening enkel verstandig om deze instrumenten toe te voegen indien het fonds verwacht dat de inflatie verder oploopt dan wel dat het zich wil beschermen tegen het risico van een verder oplopende inflatie. Dat laatste zou een overweging kunnen zijn indien een fonds bijvoorbeeld de reële dekkingsgraad wil zekerstellen. Wij vragen ons af of de reële dekkingsgraden van fondsen daar momenteel al aanleiding toe geven.

Daarbij denken wij dat een open rentepositie (een onvolledige rente-afdekking) alsmede een allocatie naar (reële) asset classes zoals onroerend goed, infrastructuur en aandelen, ook vooruitkijkend de nodige bescherming bieden tegen een oplopende inflatie.

Terugschroeven aandelen lijkt niet onlogisch?

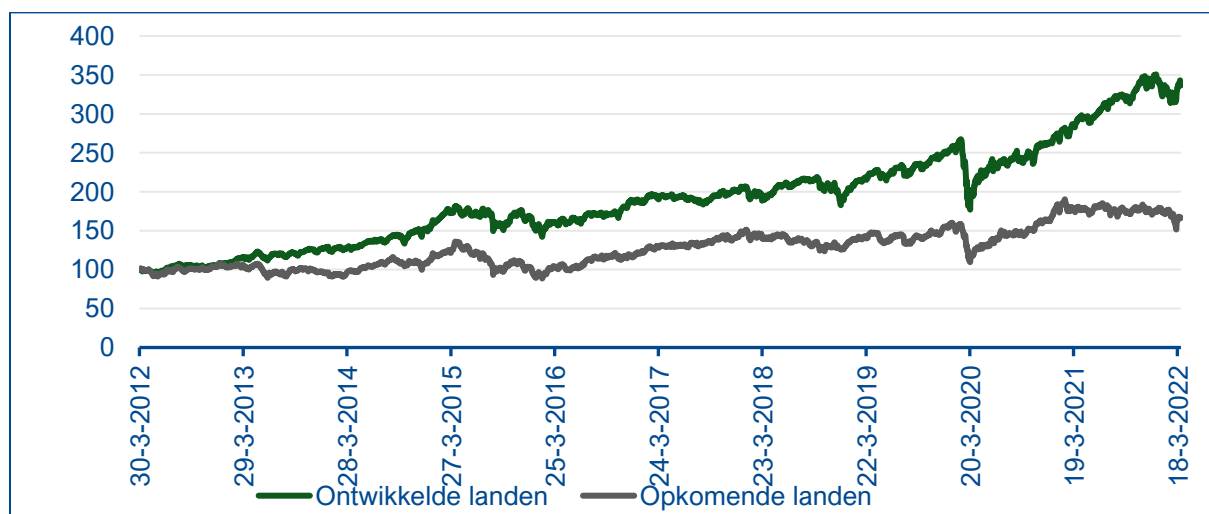
Aandelen staan momenteel bijna op een all-time-high en hebben als gevolg van de Russische invasie in Oekraïne slechts een zeer beperkte correctie gehad. Deze correctie is voor aandelen ontwikkelde landen zelfs al goedge maakt. Het is de vraag of dat past bij de huidige onzekere situatie in de wereld. Mocht de oorlog in Oekraïne lijden tot verdere tegenstellingen tussen het Oosten (China/Rusland) en het Westen dan lijkt het logisch dat de correctie op de financiële markten een stuk groter zal zijn.

Daarbij leidt een oplopende nominale rente mogelijk tot een waardedaling van aandelen. Enerzijds vanuit de waarderingssystematiek (contante waarde van de toekomstige cashflows)

en anderzijds door een potentiële draai naar obligaties omdat deze instrumenten nu een hogere vergoeding geven (vraag-aanbod).

Binnen het aandelenspectrum blijven opkomende landen al ruim een decennium fors achter bij ontwikkelde landen. Onderstaande figuur toont dat aan. En dat terwijl de verwachting altijd is geweest dat aandelen uit opkomende landen een wat hoger rendement met zich mee zouden moeten brengen dan ontwikkelde landen. Technisch gezien zou men kunnen beredeneren dat het juist nu een aantrekkelijk koopmoment is voor aandelen opkomende markten (de waarderingen zijn aantrekkelijk), maar het is de vraag of de macro economische (en MVB) risico's niet moeten leiden tot een meer fundamentele herziening.

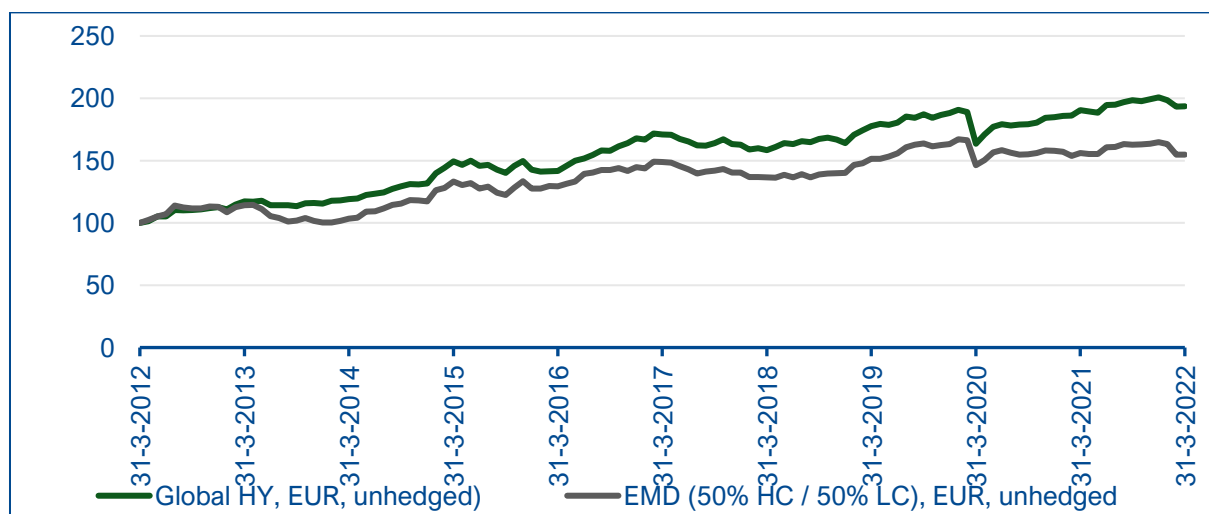
Figuur 5: Ontwikkelde landen versus opkomende landen index (MSCI), van 31/03/2012 t/m 31/03/2022.



Bron: Bloomberg, S&V.

Eenzelfde beeld zien we ook in het obligatie universum. Obligaties uit opkomende landen (EMD) en meer risicovolle bedrijfsobligaties uit ontwikkelde landen (High Yield) worden vaak als uitwisselbare componenten gezien in het obligatiespectrum, met vergelijkbare risico-rendementskarakteristieken. De laatste 10 jaar laten echter zien dat EMD structureel achter is gebleven bij HY

Figuur 6: Global High Yield versus Emerging Market Debt (50%HC/50%LC), van 31/03/2012 t/m 31/03/2022.



Bron: Bloomberg, S&V.

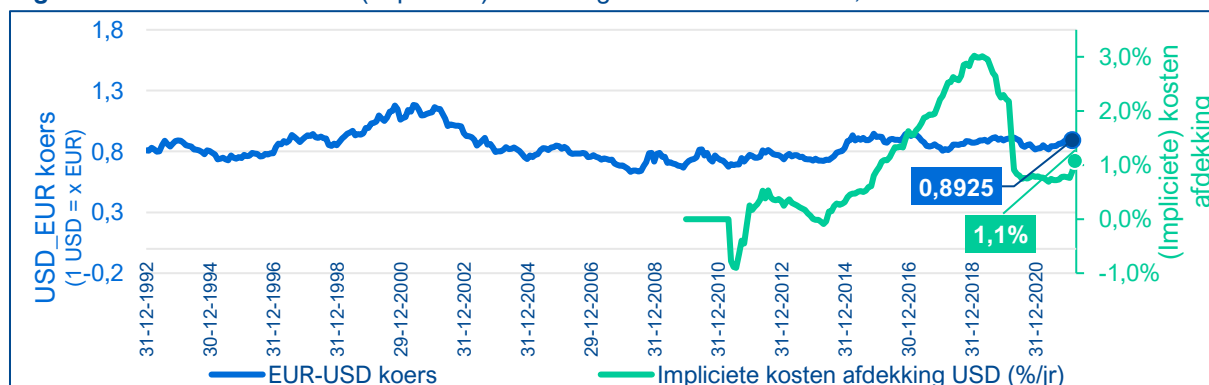
Daarnaast is het goed mogelijk dat in een Oost vs. West scenario de opkomende markten harder geraakt worden. De vraag is dus in hoeverre de diversificatie die pensioenfondsen nu zoeken in categorieën als aandelen opkomende markten en EMD niet veiliger gevonden kunnen worden in alternatieve categorieën binnen de ontwikkelde markten. Ofwel: spreiding naar andere beleggingscategorieën in plaats van spreiding over regio's.

De vervolgvraag die zich logischerwijs aandient, is naar welke categorieën dan gheralloceerd zou moeten worden. Wij constateren dat diversificatie al zo'n 10 jaar niet geloond heeft. Maar gezien de toegenomen onzekerheid verwachten wij dat dit naar de toekomst toe meer zal lonen. Wij denken dat fondsen niet-traditionele asset classes zoals hedge funds, infrastructuur en Private Debt kunnen (her)overwegen. De vraag is wel in hoeverre die categorieën passen bij de beleggingsovertuigingen en bij het nieuwe stelsel en de keuzes die daarin nog gemaakt moeten worden. Passen "pure alpha" producten bij de investment beliefs? Zijn deze bellegingen goed uit te drukken in 'units'? Is het evenwichtig om categorieën toe te voegen met een zogenaamd J-curve effect (die naar verwachting paar jaar verlies maken, en dan pas winst)? Hoe wordt omgegaan met performance fees als de performance daarna herverdeeld wordt middels de solidariteitsreserve? Is dit het moment om de illiquiditeitspositie te vergroten, past dat wel bij het nieuwe stelsel?

Heroverweeg uw valuta-afdekkingsbeleid?

De USD lijkt te fungeren als *safe haven*. Dit zien we onder meer terug in de recente koersontwikkeling ten opzichte van de Euro (zie figuur 7). In historisch perspectief is er echter nog enige ruimte voor de USD om verder in waarde te stijgen ten opzichte van de Euro. De figuur laat ook zien dat de kosten die gepaard gaan met het afdekken van Dollarrisico snel kunnen stijgen. Na twee jaar rond een stabiel niveau van ca. 75bps bedraagt deze per eind maart ca. 110bps op jaarbasis. Het volledig afdekken van valutarisico, specifiek de USD, zou dus ten koste kunnen gaan van diversificatie-effect, opwaarts potentieel vanwege impliciete afdekkingskosten en een beperkt profijt van de appreciërende Dollar. Wij pleiten er daarom voor om terughoudend te zijn met het volledig afdekken van de USD. Opkomende landen valuta worden doorgaans niet of slechts beperkt afgedekt. Uitvoering, kosten en de overtuiging van appreciërende valuta spelen hierin vaak een centrale rol. Wij zien geen aanleiding om dit te heroverwegen, maar wijzen er wel op dat valuta exposure naar bepaalde landen als geheel kan worden gemitigeerd middels het uitsluiten van bepaalde categorieën of landen. Voor dit laatste zien wij wel aanleiding, zoals geschetst in deze nieuwsbrief.

Figuur 7: USD-EUR koers en (impliciete) afdekkingskosten¹² USD-risico, van 1992 t/m 31/03/2022.



Bron: Bloomberg, S&V.

¹² Gebaseerd op de yield differential van de 1-maands US Libor en EURIBOR + cross-currency spread.



Maak gebruik van deterministische scenario's in een aanstaande ALM-studie!

Voor zover dit nog niet gebeurd is, lijkt het ons zoals altijd goed om een ruim aantal deterministische stress scenario's in ALM context mee te nemen. Daarbij kunt u mogelijk rekening houden met een nieuw scenario: *Oost vs. West*. Dit scenario kan dienen als een robuustheidscheck op uw beleid en kan inzicht geven in de financiële gevolgen van een potentieel nieuw macro-economisch scenario.

In het algemeen ligt een stagflatiescenario het dichtst bij wat we nu op de financiële markten zien gebeuren. De vraag is of dat eerder gehanteerde stagflatie scenario stevig genoeg is.

Wij achten het passend om een scenario toe te voegen dat is gebaseerd op de verdere escalatie van de oorlog leidend tot twee wereldwijde machtsblokken. De meer totalitaire regimes zoals China en Rusland aan de ene kant en de meer democratische regimes zoals de Verenigde Staten en Europa aan de andere kant. Wij noemen dit het Oost-West scenario en dit is op de volgende pagina verder uitgewerkt.

Doorrekening van dit macro economische Oost-West scenario in een ALM context kan dienen als robuustheidstoets van het huidig beleid: zijn we voldoende voorbereid tegen zo'n scenario of moeten we bijsturen?

Oost-West scenario

Beschrijving macro-economische situatie

Rusland zet de invasie in Oekraïne door en richt zijn aandacht op zijn nieuwe burens, wat leidt tot verder oplopende spanningen. China gebruikt de afleiding voor eigen strategische stappen ten aanzien van Taiwan en de Zuid-Chinese zee. Wereldwijde handel en logistiek komt in het gedrang, grondstofprijzen stijgen sterk door, spreads nemen toe vanwege de *flight to safety* en *liquidity*. De prijsstijgingen vinden hun weerslag in verdere productieketen, veel koopkrachtverlies.

ALM assumpties

	31-3-2022	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 5
10-jaars rente	1,197%	1,7%	1,6%	2,0%	2,2%	2,2%
Inflatie (NL)	11,9%	15,0%	14,2%	5,4%	3,8%	3,8%
Asset class	Rendement jr 1-5 (ann.)	Credit-spread jr 1	Credit-spread jr 2	Credit-spread jr 3	Credit-spread jr 4	Credit-spread jr 5
Credits IG (EU)	-0,5%	2,9%	2,1%	1,7%	1,2%	0,7%
HY (global)	-0,6%	5,5%	4,5%	3,8%	3,3%	2,8%
EMD HC	-1,1%	7,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,0%
Hypotheke (NL)	-1,3%	0,8%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Aandelen DM	-2,2%	-10,0%	-5,0%	-5,0%	0,0%	4,7%
Aandelen EM	-6,6%	-20,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%	4,1%

Methodologie

Rente en inflatie	Zakelijke waarden	Vastrentende waarden
<p>Rente: snelle verdere stijging en daarna conform 2x het projectiepad ECB ('22).</p> <p>Inflatie: piekt op 15% en volgt daarna 2x het "severe" scenariopad van de ECB ('22).</p>	<p>Aandelen: dubbele schok voor EM. Daarna marktverwachting 31/3, maar EM blijft de helft achter.</p> <p>Grondstoffen: afgeleid van inflatie aanname, non-energy inflatie richting 1,9% op t=5.</p>	<p>EMD HC spread stijgt sterk, GHY ook maar spreadverschil neemt eerst toe en normaliseert dan, hypotheke spread eerst onder druk daarna normalisatie. Rendement afgeleid van duratie, rente- en spreadwijziging.</p>



5. Conclusie

De oorlog in Oekraïne heeft een significante impact op de wereld en raakt (potentieel) het beleid van pensioenfondsen.

Met deze nieuwsbrief hopen wij onze klanten een handvat te bieden om een aantal strategische beleidsvragen te bediscussiëren binnen het fonds.

Wij hebben de wijsheid niet in pacht en willen fondsen niet een bepaalde richting op sturen. Wij willen onze klanten wel tijdig wijzen op voorliggende risico's en kansen. Onze toegevoegde waarde is dat we volledig onafhankelijk zijn en de beleidsdiscussies bij veel fondsen voeren. Dat voorkomt blindstaren en leidt tot countervailing power richting de uitvoerders.

Heeft u naar aanleiding van deze nieuwsbrief vragen, opmerkingen of wilt u hier verder over van gedachten wisselen: dat doen we graag dus neem gerust contact met ons op.

Martijn Euverman
Tel. 06 20 965 685
martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl

Pim Zomerdijk
Tel. 06 30 12 23 88
pim.zomerdijk@sprekelsenverschuren.nl

Gijs Cremers
Tel. 06 82 43 53 64
gijs.cremers@sprekelsenverschuren.nl